

欧派家居（603833）

21 年高基数下高增长，精细化管理夯实龙头地位

公司发布 21 年年报，全年实现收入 204.42 亿元，同比+38.68%，其中 Q1-Q4 单季度分别为 33/49.01/62.02/60.4 亿元，同比分别+130.74%/+38.61%/+30.12%/+20.6%；实现归母净利润 26.66 亿元，同比+29.23%，其中 Q1-Q4 单季度分别为 2.44/7.69/11.01/5.52 亿元，同比分别+340.02%/+30.15%/+14.56%/-9.84%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 17.5 元（含税）。

衣柜（全屋定制）规模突破百亿，橱柜基本盘稳固增速靓丽。21 年公司衣柜及配套品收入 101.72 亿元，同比+49.53%，我们预计全年衣柜配套率约 20%，公司以衣柜为切入点延伸至全屋空间定制打开增长空间。板材方面由无醛提升至净醛，满足消费者环保需求。公司以优异的产品力及供应链整合能力为依托打造整家定制模式，营销方面全面渗透拎包、电商、家装、整装等多元渠道，有效获取碎片化的流量。橱柜作为欧派家居的核心产品，竞争优势持续巩固，21 年实现收入 75.29 亿元，同比+24.22%，全年新开及新装门店超 1300 家，零售经销商合作装企超 3000 家，创新集成厨房商业模式全年开店超 600 家。

木门/卫浴快速增长，欧铂丽品牌跻身行业第一梯队。21 年欧铂丽木门实现收入 12.36 亿元，同比+60.36%，产品力逐步提升，深挖家装渠道合作潜力，优质经销商占比大幅提升，通过模式创新有效助力客单值及接单量提升。21 年卫浴品类收入 9.89 亿元，同比+33.72%，产品成功进入整装、工程渠道。欧铂丽品牌于 21 年重新定位，全年实现收入 14.26 亿元，同比+65.03%，调整后目标客户更聚焦，价格带逐步拓宽，品类从橱柜、衣柜拓展至“橱衣木卫+电器+家配”的全品类全房定制，覆盖更广泛的需求。

整装大家居快速放量，接单业绩同比增长超 90%。分渠道看，21 年经销/直营/大宗渠道分别实现收入 156.8/5.87/36.73 亿元，同比分别+40.2%/+47.33%/+36.92%。截至 21 年三季度末，整装大家居已开设近 700 家门店，代理商覆盖接近 600 座城市，21 年全年接单同比增长 90%，同时推出“StarHomes 星之家”，双品牌同时布局整家定制赛道，加速获取市场份额，进一步巩固整装领域的先发优势。大宗渠道稳健发展，公司风险管理有效。

规模集采+精细化管理缓解成本压力，优先让利经销商及消费者，精细化管理持续推进，费用管控见成效。21 年公司综合毛利率 31.6%，同比-3.4pct，单 Q4 毛利率 29%，同比-4pct。分渠道看，21 年经销渠道/大宗渠道毛利率分别为 30.3%/30.8%，同比分别下降 3.8pct/1.9pct，分产品看，衣柜/橱柜毛利率分别为 32.2%/34.4%，同比分别下降 4.2pct/1.82pct。面对原材料价格上涨的压力，公司一方面通过大规模采购优势、资金优势，增加采购量获得更大的议价空间，确保原材料价格相对稳定，另一方面加强内控，通过精细化管理提高材料利用率、减少返工率、改善存货周转，一定程度上缓解成本端压力。21 年全年橱柜/衣柜及配套品的材料成本同比分别+31.69%/+67.59%，21 年 7 月公司针对自制产品提价 1%，我们认为成本压力部分通过规模集采以及精细化管理缓解，部分由公司内部消化承担，优先让利经销商和终端消费者。21 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.8%/5.5%/4.4%/-0.6%，同比分别-1.0/-1.0/-0.3/-0.3pct，归母净利率 13.0%，同比-1.0pct。我们认为，公司 21 年费用端管控效果显著，经营依旧稳健。

盈利预测与评级：公司起始整体厨柜业务，经多年产品不断扩张，成为集厨柜、衣柜、卫浴、定制木门为一体的综合定制家居提供商，整装大家居加速放量，看好长期维度行业渗透率及龙头市占率提升。预计公司 22-24 年归母净利润 30.99/35.76/42.38 亿元，同比+16.25%/+15.39%/+18.52%，对应 PE 分别为 24X/21X/17X，维持“买入”评级。

风险提示：分红方案仍需股东大会批准；地产交付不及预期；原材料价格波动风险；全渠道布局推进不及预期；行业竞争加剧等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	121.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	609.15
流通 A 股股本(百万股)	609.15
A 股总市值(百万元)	73,743.93
流通 A 股市值(百万元)	73,743.93
每股净资产(元)	23.65
资产负债率(%)	38.40
一年内最高/最低(元)	173.00/104.25

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《欧派家居-公司点评:拟推行员工持股计划,可转债募集规模调至 20 亿,用于建设华中制造基地》2022-01-25
- 2 《欧派家居-公司点评:21 年归母净利润预计同比+28-38%,业绩符合预期》2022-01-21
- 3 《欧派家居-季报点评:Q3 收入表现靓丽,龙头风范尽显,看好全年表现》2021-10-28

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,739.69	20,441.60	24,146.47	28,678.93	33,903.96
增长率(%)	8.91	38.68	18.12	18.77	18.22
EBITDA(百万元)	3,537.44	4,524.02	4,095.48	4,573.29	5,311.97
净利润(百万元)	2,062.63	2,665.59	3,098.86	3,575.74	4,237.87
增长率(%)	12.13	29.23	16.25	15.39	18.52
EPS(元/股)	3.39	4.38	5.09	5.87	6.96
市盈率(P/E)	35.75	27.67	23.80	20.62	17.40
市净率(P/B)	6.18	5.12	4.19	3.60	3.05
市销率(P/S)	5.00	3.61	3.05	2.57	2.18
EV/EBITDA	21.25	17.67	14.74	11.96	9.64

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,427.23	6,561.94	11,227.30	18,232.45	23,662.93
应收票据及应收账款	796.94	1,217.77	926.40	184.25	1,128.75
预付账款	84.93	148.35	167.41	191.44	226.96
存货	808.66	1,463.13	1,332.30	1,962.05	1,955.57
其他	2,132.70	1,851.77	2,456.11	2,134.43	2,200.60
流动资产合计	8,250.45	11,242.95	16,109.53	22,704.62	29,174.81
长期股权投资	15.51	15.54	15.54	15.54	15.54
固定资产	6,092.83	6,648.22	6,235.48	5,783.06	5,293.82
在建工程	1,537.97	347.46	244.47	194.68	146.81
无形资产	1,464.21	1,064.39	1,018.57	972.75	926.92
其他	1,482.67	4,074.18	2,896.82	3,208.96	3,358.95
非流动资产合计	10,593.18	12,149.79	10,410.89	10,174.99	9,742.05
资产总计	18,843.63	23,392.73	26,520.42	32,879.61	38,916.86
短期借款	1,626.61	2,389.13	1,968.58	3,368.19	5,469.74
应付票据及应付账款	1,357.83	2,158.20	1,735.97	3,048.82	2,454.94
其他	2,016.87	2,534.33	4,195.51	4,668.21	5,489.11
流动负债合计	5,001.32	7,081.66	7,900.07	11,085.22	13,413.78
长期借款	0.00	0.00	482.93	573.58	678.08
应付债券	495.15	0.00	0.00	165.05	55.02
其他	497.09	699.12	522.84	573.02	598.33
非流动负债合计	992.24	699.12	1,005.77	1,311.65	1,331.42
负债合计	6,918.20	8,983.78	8,905.84	12,396.87	14,745.20
少数股东权益	0.00	0.16	0.16	(0.36)	(1.24)
股本	601.53	609.15	609.15	609.15	609.15
资本公积	3,743.67	4,361.36	4,973.06	4,973.06	4,973.06
留存收益	7,438.22	9,378.69	11,857.24	14,775.36	18,470.66
其他	142.00	59.58	174.97	125.52	120.02
股东权益合计	11,925.43	14,408.96	17,614.58	20,482.74	24,171.66
负债和股东权益总计	18,843.63	23,392.73	26,520.42	32,879.61	38,916.86

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,062.63	2,664.15	3,098.86	3,575.74	4,237.87
折旧摊销	568.28	696.47	621.55	628.04	632.93
财务费用	130.85	144.22	(104.66)	(193.98)	(214.07)
投资损失	(37.40)	(20.58)	(27.49)	(28.49)	(25.52)
营运资金变动	2,411.41	(330.91)	869.09	1,953.65	(917.38)
其它	(1,246.31)	892.61	20.00	19.36	18.99
经营活动现金流	3,889.46	4,045.97	4,477.35	5,954.32	3,732.81
资本支出	1,734.82	(589.06)	236.28	29.83	24.69
长期投资	7.34	0.04	0.00	0.00	0.00
其他	(4,079.30)	(1,476.11)	(308.79)	(121.34)	(89.17)
投资活动现金流	(2,337.13)	(2,065.13)	(72.51)	(91.51)	(64.48)
债权融资	501.35	396.14	153.76	1,849.29	2,310.08
股权融资	36.75	542.89	106.77	(706.95)	(547.93)
其他	46.86	(1,126.07)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	584.96	(187.04)	260.52	1,142.34	1,762.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,137.28	1,793.80	4,665.37	7,005.15	5,430.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,739.69	20,441.60	24,146.47	28,678.93	33,903.96
营业成本	9,578.94	13,978.34	16,542.32	19,600.34	23,208.04
营业税金及附加	111.33	142.76	169.38	206.03	239.39
销售费用	1,146.72	1,385.77	1,690.25	2,050.54	2,398.71
管理费用	961.15	1,131.45	1,328.06	1,692.06	2,000.33
研发费用	699.11	907.76	990.01	1,233.19	1,423.97
财务费用	(34.67)	(115.48)	(104.66)	(193.98)	(214.07)
资产/信用减值损失	(16.55)	(108.31)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	21.77	52.29	20.00	20.00	20.00
投资净收益	37.40	20.58	27.49	28.49	25.52
其他	(172.84)	(13.45)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,407.33	3,059.89	3,578.60	4,139.23	4,893.11
营业外收入	25.75	32.39	28.45	28.86	29.90
营业外支出	20.40	17.32	17.03	18.25	17.53
利润总额	2,412.68	3,074.96	3,590.02	4,149.85	4,905.48
所得税	350.05	410.80	491.15	574.75	668.63
净利润	2,062.63	2,664.15	3,098.86	3,575.10	4,236.85
少数股东损益	0.00	(1.44)	0.00	(0.64)	(1.01)
归属于母公司净利润	2,062.63	2,665.59	3,098.86	3,575.74	4,237.87
每股收益（元）	3.39	4.38	5.09	5.87	6.96

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	8.91%	38.68%	18.12%	18.77%	18.22%
营业利润	14.38%	27.11%	16.95%	15.67%	18.21%
归属于母公司净利润	12.13%	29.23%	16.25%	15.39%	18.52%
获利能力					
毛利率	35.01%	31.62%	31.49%	31.66%	31.55%
净利率	13.99%	13.04%	12.83%	12.47%	12.50%
ROE	17.30%	18.50%	17.59%	17.46%	17.53%
ROIC	26.49%	41.30%	66.67%	80.07%	282.45%
偿债能力					
资产负债率	36.71%	38.40%	33.58%	37.70%	37.89%
净负债率	-19.33%	-28.87%	-49.82%	-68.96%	-72.23%
流动比率	1.39	1.36	2.04	2.05	2.17
速动比率	1.26	1.18	1.87	1.87	2.03
营运能力					
应收账款周转率	20.94	20.29	22.52	51.64	51.64
存货周转率	17.82	18.00	17.28	17.41	17.31
总资产周转率	0.88	0.97	0.97	0.97	0.94
每股指标（元）					
每股收益	3.39	4.38	5.09	5.87	6.96
每股经营现金流	6.39	6.64	7.35	9.77	6.13
每股净资产	19.58	23.65	28.92	33.63	39.68
估值比率					
市盈率	35.75	27.67	23.80	20.62	17.40
市净率	6.18	5.12	4.19	3.60	3.05
EV/EBITDA	21.25	17.67	14.74	11.96	9.64
EV/EBIT	25.05	20.62	17.38	13.86	10.94

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com